

Trump, le dollar et nous.

Par Dr Maxime MAURY Officier des Palmes académiques, Professeur affilié à Toulouse



Trump, le dollar et nous.

Ou « comment résoudre le paradoxe de Triffin » ?

Dans l'attente des 15 % de « droits de douane réciproques » (pure invention trumpienne) qui vont nous être appliqués, cette chronique apporte quelques éléments de réflexion pour remettre le sujet en perspective. Et pour comprendre la stratégie de Trump alors que le dollar s'est déjà déprécié de 12 % cette année. Rappelons tout

d'abord, comme l'a prouvé l'expérience des années 1930, que le protectionnisme conduit toujours à la récession. Et souvent à la guerre. Si l'Europe nous apparaît impuissante, elle a eu cependant raison d'encaisser les droits de douane sans riposter pour ne pas activer l'engrenage fatal, d'autant que les 15 % sont loin d'être la pire des

taxes. Les prévisions économiques comme le comportement des marchés font état de la plus grande incertitude dans ce contexte.

1) Le "paradoxe de Triffin" est un axiome économique fascinant et opérationnel : il postule que le dollar ne peut que s'effondrer à terme comme en 1971 et 2008. Pourquoi ?

Triffin, ministre belge et disciple de Keynes, a donné son nom à un paradoxe qui s'applique au dollar dès lors que la monnaie d'un seul pays prétend également être la

monnaie internationale. Une monnaie internationale doit avoir deux qualités (malheureusement contradictoires) :

- être bien ancrée pour offrir de la stabilité à ses détenteurs ;
- être abondante et liquide pour faciliter les paiements en s'adossant à un marché de la dette profond et liquide.

Dès lors qu'elle est émise par un pays sans épargne nette (et dont la balance des paiements courants est profondément déséquilibrée), il arrive un moment où la surabondance de liquidités ne garantit plus la solidité de l'ancre monétaire. Et conduit à son effondrement :

- effondrement du système des changes fixes en 1971 avec la fin du système de Bretton-Woods fondé sur le dollar convertible en or (« dollar as good as gold »). Avec le début des couvertures à terme, c'est ce qui a permis l'assertion (et l'illusion) de la finance ;

1 Chroniques du CEPS

- effondrement financier de 2008 (« subprimes » + Lehman Brother) dans le cadre d'un crédit surabondant (titrisation mal maîtrisée, régulation bancaire

insuffisante, déficit américain colossal). Trump devine cela mais opte pour une brutalité chaotique. Il souhaite instinctivement réduire les déficits américains du commerce extérieur et endiguer le déclin de son pays par rapport à la Chine. Car il sent bien que ce qui se joue est un changement du centre du capitalisme mondial qu'il ne supporte pas. D'ailleurs Le dollar est déjà en retrait comme monnaie mondiale mais n'a pas encore de véritables concurrents même si certaines tendances s'affirment :

- Représentant jadis 70 % des réserves mondiales, le dollar est aujourd'hui plus proche des 60 %. L'euro n'est jamais parvenu à décoller de la zone
- des 20 %.
- La monnaie fiduciaire euro fait jeu égal avec le dollar mais le projet de monnaie électronique de la Banque centrale va la faire reculer.
- Enfin le dollar polarise la moitié des paiements mondiaux mais surtout les trois-quarts des opérations d'épargne, très loin devant l'euro qui est

consubstantiellement handicapé par la fragmentation des titres de sa zone d'émission (cf « zone monétaire non optimale » au sens de Mundell). D'où les rapports Draghi et Letta.

- La monnaie émergente est le yuan, base de la future « monnaie des BRICS » qui n'existe pas encore, mais s'affirme comme un projet en devenir adossé à une zone économique et monétaire représentant la moitié de la population mondiale.

2) Trump veut agir par la force pour gérer le paradoxe de Triffin,

mais son action brutale et hasardeuse peut finalement précipiter le déclin du dollar et l'effondrement des marchés :

Le dollar s'est régulièrement déprécié depuis l'élection de Trump. Les alertes sur le marché obligataire américain l'ont contraint à reporter sa position délirante sur les arbitrages « droits de douane réciproques » qui auraient pu atteindre les 50 %. Signe de défiance, les taux américains long terme ne se détendent pas avec une dette publique explosive et une remise en cause illégale, et parfois insultante, de l'indépendance institutionnelle de la Réserve fédérale des États-Unis. Les annonces des premiers droits de douane supplémentaires et les menaces, sans cesse reportées, de leur suite avec des chiffres extravagants (jusqu'à 50 % pour l'Europe) ont entraîné la

baisse des perspectives de croissance mondiale (les plus faibles des vingt dernières années hors Covid). Par ailleurs, les observateurs notent une activité anormale du

marché des changes qui pourrait confirmer une fuite devant le dollar. Aux États-Unis, les risques de récession sont supérieurs à 50 % d'après JP Morgan.

Certains calculs effectués par Mathilde Lemoine montrent qu'en cas de guerre commerciale généralisée les États-Unis pourraient perdre plus que l'Europe. En effet, tous les biens surtaxés ne sont pas substituables et les chaînes de valeur sont imbriquées. Les conséquences d'une guerre commerciale sont largement imprévisibles

car elles provoqueraient des goulets d'étranglement. L'inflation va significativement augmenter aux États-Unis et les ménages les plus pauvres en seront les principales

victimes. D'où la prudence de Powell, le patron de la Fed...

Et pourtant Trump a bien une stratégie : L'auteur de « l'art du deal » veut à la fois déprécier le dollar et obliger les pays vassaux à souscrire des bons du trésor à très long

terme (50 ans). Ce paradoxe trumpien est connu sous le terme fictif de « compromis de Mar a Lago » dont Miran (que Trump destine à la présidence d'une Fed servile) est

le concepteur. Au « paradoxe de Triffin » Trump oppose sans le savoir le paradoxe de Trump : en effet, on ne peut pas vouloir à la fois une monnaie faible et la confiance des

investisseurs dans les bons du trésor américains. D'où l'obligation non négociable qui serait faite aux Européens d'investir « 600 milliards » aux États-Unis en contrepartie de

droits de douane adoucis. Cette obligation sera déclinée partout dans les pays vassaux en trois points :

- Vendre les réserves en dollar pour le faire baisser ;
- financer à très long terme le trésor américain par la contrainte de la souscription ;
- développer les « stable coins » indexés en dollar pour que cette monnaie numérique émergente porte la monnaie américaine.

La violence hasardeuse de Trump et son manque de sérieux préjugent plutôt de la poursuite du déclin relatif du dollar. Mais les phénomènes monétaires sont toujours très

lents car les pratiques monétaires ont une forte rémanence. Les risques de crise financière mondiale augmentent rapidement mais il est de bon ton de les ignorer. C'est pourtant simple :

- Une croissance durablement faible, un endettement de plus en plus fort ;
- des marchés surévalués (cf niveau des P.E.R);
- une absence de coopération internationale ;

sont des éléments contradictoires et dangereux.

Dr Maxime MAURY, Officier des Palmes académiques, Professeur affilié à Toulouse

Business School ancien directeur régional de la Banque de France